

C E R N A

centre d'économie industrielle

CERNA, Centre d'économie industrielle
École Nationale Supérieure des Mines de Paris
60, bld St Michel - 75272 Paris cedex 06
Tél. : (33) 01 40 51 91 83
Fax : (33) 01 44 07 10 46
giraud@cerna.ensmp.fr
<http://www.cerna.ensmp.fr>

L'imprévisible futur de la finance

Pierre-Noël Giraud

**La Recherche,
Propos recueillis par Bernard Poulet**

**Hors Série no 5
Avril 2001**

Né en 1949, Pierre-Noël Giraud est professeur d'économie à l'Ecole des Mines de Paris où il a fondé et dirige le CERNA (Centre de recherche en économie industrielle) et à l'Université de Paris-Dauphine. Il vient de publier « Le commerce des promesses. Petit traité sur la finance moderne » aux Editions Le Seuil.

L'économie semblait avoir l'ambition de penser l'avenir, est-ce encore vrai ?

Penser l'avenir est ce qu'on doit attendre d'elle, comme de toute science empirique. Mais cela lui est particulièrement difficile. En effet, en économie, contrairement à ce qui se passe avec les sciences de la nature, l'évolution d'un phénomène dépend aussi de l'analyse de ceux qui observent ce phénomène. Nous avons une circularité entre la pensée et la réalité qui n'existe pas dans les sciences de la nature. A partir du moment où l'on a cette interaction, la prévision devient un exercice plus difficile; parfois impossible, comme c'est largement le cas sur les marchés financiers. Néanmoins, le critère de validité d'une théorie économique reste sa capacité prédictive.

Mais on constate, par exemple aux Etats-Unis, que les experts économiques ont été incapables de prévoir aucune des neuf récessions qui se sont produites depuis 1945...

On peut rétorquer que les économistes ont bien expliqué pourquoi l'économie était conjoncturellement cyclique. Même si la théorie ne permet pas de prédire, au trimestre près, quand va se produire une récession ou une reprise, elle propose une compréhension de ces phénomènes.

Il y a peu, on nous annonçait l'avènement de la nouvelle économie. Que reste-t-il aujourd'hui de cette prophétie ?

Là encore, sur le fond, il existe une théorie des cycles longs liés à l'innovation technologique. Elle a été remarquablement formulée par Schumpeter en 1948 (au passage, c'est cela qui explique la vogue actuelle de ce penseur). C'est celle des « vagues d'innovations » et de la « destruction créatrice » qu'elles engendrent. Elle fournit un modèle explicatif de ce qui est en train de se produire. Tous les économistes sont d'accord pour reconnaître que nous sommes entrés dans une nouvelle vague d'innovations technologiques. Le débat porte sur le fait de savoir si cette vague est déjà suffisamment avancée pour produire des effets durables en termes de croissance. Les économistes discutent pour savoir où on en est et quelle sera l'ampleur de ce cycle par rapport aux précédents. On retrouve donc, cette fois dans le domaine des cycles de longue durée (des décennies), à la fois la capacité prédictive de l'économie et l'imperfection de cette prédiction.

Vous écrivez dans votre livre que la finance a pour fonction de transférer de la richesse dans le temps. Et vous ajoutez que ce n'est qu'une « promesse » car il est « illusoire de croire qu'il est possible de transférer de la richesse dans le temps de manière sûre ». Ce serait donc un marché de dupes ?

La finance a deux fonctions : transférer de la richesse dans le temps et organiser un marché des risques liés à ce transfert. Quand vous achetez un titre financier, vous vous séparez d'argent, du droit à la jouissance immédiate de ce que vous possédez, dans l'espoir d'en avoir plus ensuite. Je soutiens que ce transfert est affecté d'une incertitude absolument irréductible qui est liée à l'incertitude de l'avenir lui-même. C'est pourquoi je qualifie la finance de « commerce de promesses ».

Il y a donc toujours un décalage entre ce qu'on attend et ce qu'on aura. Il y aura toujours des perdants ?

C'est une caractéristique de la finance moderne. Dans ce système, le volume des promesses excède selon toute probabilité ce que sera la richesse future. Ainsi, soit ces promesses seront honorées, mais ce sera en réduisant d'autres droits sur la richesse future (en l'occurrence la part qui revient au travail), soit, en effet, elles ne seront pas toutes honorées. J'appelle "Mistigri" l'écart entre le volume des promesses financières et ce que sera réellement la part de la richesse future à laquelle elles donneront droit. C'est une mauvaise carte, et comme au jeu du Mistigri, elle circule entre les acteurs. Mais, à la différence du jeu, aucun des joueurs ne sait qui la possède, pas même celui qui l'a en main. Ce Mistigri, dans l'économie mondiale, c'est un certain volume d'actifs financiers qui sont aujourd'hui surévalués par rapport à la richesse à laquelle ils donneront finalement droit.

Et il y a toujours une fin de partie ?

Dans la finance contemporaine, cette fin de partie prend la forme d'une crise financière où sont détruits brutalement des droits sur la richesse future, dont il apparaît qu'ils étaient fictifs. Dans les systèmes antérieurs, il y avait résorption des droits en excès par l'inflation. C'était un processus plus progressif, mais tout aussi important.

Pourquoi soutenez-vous que les « fondamentaux » dont parlent beaucoup de vos collègues ne sont pas observables ?

Les « fondamentaux », en matière financière, ce sont les paramètres qui déterminent le prix des actifs financiers. Ainsi, dans le cas d'une action, les fondamentaux ce sont les bénéfices futurs de l'entreprise et la prime de risque qui dépend de la volatilité prévisible des bénéfices

futurs. On voit bien que ces fondamentaux ne sont pas directement observables, puisqu'il s'agit de bénéfices futurs. Tout au plus peut-on tenter de les extrapoler à partir de données observables sur le passé, tels les bénéfices antérieurs, le taux de croissance passé de l'activité, la qualité des dirigeants, etc. J'en conclus que le caractère irréductiblement incertain de l'avenir fait que, entre l'observation de ces paramètres observables et la décision d'un acteur financier d'acheter ou de vendre, intervient un modèle de décision qui ne peut en aucun cas se réduire à un simple calcul, mais qui comporte des éléments d'appréciation subjective et de mimétisme. En effet, dans l'appréciation de chaque acteur intervient ce qu'il pense de ce que les autres pensent de l'avenir.

Donc, les appréciations moyennes qui en résultent et qui déterminent les prix de marché peuvent basculer très brutalement, comme on l'a vu sur les marchés des nouvelles technologies. Personne n'est capable de prévoir aujourd'hui, à un facteur dix près, ce que seront les bénéfices futurs d'Amazon.com. Personne ne peut donc dire quelle est la valeur « fondamentale » de l'action Amazon.com. Les variations peuvent donc être très brutales.

A vous entendre, on a vraiment l'impression qu'il y a peu d'objectivité sur les marchés financiers. Est-ce pour cela qu'Alan Greenspan, le président de la banque centrale américaine, a la capacité de faire varier les marchés comme un grand prêtre vaudou provoque les trances de ses fidèles?

Le pouvoir de Greenspan tient au fait que la vision qu'ont les acteurs de l'avenir détermine largement l'avenir lui-même. C'est ce que le financier George Soros appelle la réflexivité: le fait que la vision des acteurs soit optimiste ou pessimiste, cela a des effets sur l'avenir lui-même. Là est la source du pouvoir de Greenspan. Il est secondaire qu'il modifie ou non le niveau des taux d'intérêt; il intervient en effet d'abord par sa parole. Moi, je l'appelle le « grand chaman ». Avant de modifier les taux d'intérêt, il revêt sa grande cape de chaman, se rend devant le Sénat américain et profère sa vision de l'avenir. Et c'est surtout ce qu'il dit qui influence la vision de l'ensemble des acteurs, donc l'avenir. Mais, il faut pour cela qu'il soit cru. S'il ne l'était plus, le chaman serait nu.

C'est ce qu'on appelle une « prophétie autoréalisatrice » : la parole de certains experts a un tel poids que lorsqu'ils font une prophétie celle-ci se réalise puisque tout le monde les croit. N'est-ce pas magique, irrationnel ?

Pourquoi qualifier cela d'irrationnel ? Quel autre comportement pourriez-vous qualifier de rationnel ? Le comportement fondamentaliste ? Ne pas tenir compte de ce que dit Greenspan, mais seulement des fondamentaux ? On a vu que cela n'est pas possible.

Comment la science économique introduit-elle la dimension du temps dans ses raisonnements ?

La question du temps est très peu présente dans la pensée économique des classiques (Smith et Ricardo). Marx, en affirmant l'existence de lois tendancielle du capitalisme, introduit le temps, mais de l'extérieur, en insérant l'économie dans le matérialisme historique. Et sur ce point, il se trompe, il n'existe pas de lois tendancielle du capitalisme. Ensuite, la théorie néoclassique (avec Walras et Pareto, à la fin du 19^{ème} siècle) s'oppose radicalement à la conception historiciste de Marx en définissant l'économie comme une science intemporelle de l'allocation de ressources rares à des besoins infinis, par le biais des marchés. Ce faisant, elle évacue à nouveau la question du temps. Cette théorie fonctionne avec des modèles d'équilibre, et dès qu'on raisonne en équilibre, on évacue la question du temps. Ainsi, par exemple, dans le modèle néo-classique, l'entrepreneur examine soigneusement toutes ses possibilités d'action et calcule celle qui maximise son profit. Il est donc censé avoir le temps de collecter toutes les informations nécessaires et avoir le temps de calculer quelle est la meilleure solution. Personne ne le fait, comme l'a montré, entre autres, Herbert Simon. Le chef d'entreprise est en réalité dominé par l'urgence, dans des situations d'information très incomplète. La théorie économique contemporaine essaye donc de réintroduire le temps et la rationalité imparfaite qu'il implique.

Peut-on dire que le temps économique s'est modifié avec les nouvelles technologies et la globalisation des marchés financiers ?

Il y a bien un marché financier global, des cotations en continu 24 heures sur 24. Bien sûr, dans ce domaine particulier, cela va plus vite, la volatilité des titres s'est accrue, la vitesse de l'information, comme celle du transport des marchandises aussi. Mais ce genre de constatation empirique n'a finalement pas grand intérêt.

La question de la rapidité et de la complexité du monde est en effet purement subjective. A moins de penser que le cerveau humain a beaucoup progressé à l'époque historique, on peut affirmer que ses capacités analytiques sont une constante. Pour l'empereur romain Tibère, le monde est donc tout aussi complexe et évolue tout aussi rapidement que pour Bill Gates. Même si complexité et rapidité ne se logent pas à leurs yeux dans les mêmes phénomènes, ils vont tous deux, dans la perception et la compréhension de la complexité et de la rapidité du monde, aussi loin que leur cerveau le leur permet.

Il est incontestable que dans telle ou telle activité, il y a modification significative de la manière de travailler. Mais quelle est la mesure d'ensemble ? Dans le meilleur des cas, la révolution technologique en cours va faire passer la croissance moyenne des pays les plus riches de 2 % à 3,5 %. Ensuite, elle ralentira et reprendra en moyenne le rythme séculaire de

2 %. Or, ce genre d'accélération, on l'a déjà connu lors des précédentes révolutions. Alors, qu'y a-t-il de nouveau à ce niveau ?

Peut-on dire que l'on passe d'une multitude de temps locaux à un temps global ?

Un habitant du Sahel a toujours son temps local, il a peut-être un temps national qui n'existait pas auparavant, enfin il regarde la télévision par satellite et est peut-être connecté à Internet. Mais il s'agit plutôt d'une superposition de temps que d'un remplacement du temps local par un temps global. Je ne crois pas à l'uniformisation galopante de la planète et c'est pourquoi je n'emploie pas le terme d'économie mondiale. Je parle simplement de globalisation des firmes, des marchés financiers. On n'a pas de marché mondial unique, fondamentalement parce qu'on n'a pas de marché du travail unique. S'il y a peu de frontières pour les marchandises et encore moins pour les capitaux, il y en existe toujours pour les hommes, et elles ne sont pas prêtes de tomber.

Enfin, vous trouvez que ce système, avec sa régulation par des crises et malgré l'accroissement des inégalités, est globalement positif puisqu'il assure de la croissance globale et de l'innovation.

Un économiste doit toujours être particulièrement rigoureux quand il dit : c'est bien, ou c'est mal. En tant qu'économiste, je refuse de juger le système actuel, je me contente de l'analyser. Car dire que les avantages de la globalisation compensent les inconvénients, c'est se référer à un système de valeurs qui n'est pas de nature économique. Un économiste ne peut dire qu'il trouve un système « bon », qu'à condition de préciser la norme non-économique qui justifie cette assertion. Ainsi, si les normes sont la tranquillité et l'égalité, alors le système actuel est mauvais. Mais la tranquillité et l'égalité ne sont pas des normes économiques, pas plus que ne le sont « la croissance globale et l'innovation ». Et ce n'est pas parce que la plupart des économistes sont normatifs qu'ils ont raison de l'être. Dire « moi économiste, j'affirme que le libre fonctionnement des marchés conduit à un optimum social », est une usurpation. Ce qu'on dit en vérité dans ce cas c'est : « moi, moraliste, ayant adopté certaines valeurs, et par ailleurs économiste faisant un certain nombre d'analyses, je conclus que le marché conduit à un optimum social ». Parce que, en tant que moraliste, j'ai préalablement défini ce que signifie, pour moi, un « optimum social ».